

Küçük ve Orta Ölçekli Girişimciler İçin Alternatif Bir Finansman Yolu: İş Melekleri (Business Angels)

S. Alev Söylemez*

1- Giriş

Küreselleşme süreci, pek çok alanda olduğu gibi, piyasa yapılarında da farklı eğilimleri bir arada barındırmaktadır, dünyada, küresel rekabetle baş edebilmek için, küresel ittifakların, stratejik ortaklıklar, işbirliği stratejilerinin, şirket birleşmelerinin ve satın almaların hiç olmadığı kadar artmış olduğu görülmektedir. Dolayısıyla bir yandan dünya ölçeğinde, yüksek maliyetli teknoloji yatırımlarıyla üretici ve dağıtıcı küresel holdinglerin ağırlık kazandığı bir süreç yaşanmakta; diğer yandan, uzmanlaşmış, maliyet yapıları birbirine benzeyen, önemli ölçüde esnekliğe sahip küçük ve orta ölçekli işletmelerin sayısında önemli ölçüde artış görülmektedir. Sanayi toplumundan bilgi toplumuna dönüşüm sürecinde, bu tür işletmelerin çeviklik, hız, müşteri duyarlılığı, yenilikleri uygulamadaki esneklikleri gibi dinamik özellikler, onları avantajlı kılmaktadır.

Bu nedenle küçük ve orta ölçekli girişimlerin artması, aynı zamanda teknoloji ve

organizasyonlardaki yeniliklerin uygulanmasına ve yayılmasına neden olmaktadır. Söz konusu bu yenilikler ise, günümüz ülke ekonomilerinde kalıcı bir büyümenin sağlanması için hayati bir öneme sahiptir. Yeni şirketlerin doğması, yapısal dönüşüm ve ekonomik büyümeyi gerçekleştirmede anahtar bir rol oynarken, diğer yandan, yeni oyuncuların piyasaya girmesi, mal ve hizmet piyasalarında rekabetin artmasına, kaynakların daha etkin kullanılmasına ve tüketicilerin daha fazla yarar sağlamasına neden olur. Genel olarak küçük ve orta ölçekli işletmelerin girişimci yetiştiren yegâne okul olduğu belirtilir. Dolayısıyla bu işletmelerin sayısındaki artış, girişimcilğe, örgütsel etkinliğe ve girişimci kültürünün gelişmesine önemli katkılar sağlar.

Ne var ki, son yıllarda literatürde, girişimcilik faaliyeti, yeni firmaların oluşması ve ekonomik büyüme arasında sistematik, deneysel araştırmaların eksikliği göze çarpmaktadır. (Reynolds, 2001). Bu durum, önemli ölçüde küçük işletmelerin piyasaya giriş ve çıkışlarını sağlıklı olarak ölçümü ve veri elde etmenin zorluklar içermesiyle ilgilidir. De-

* Yrd. Doç. Dr. Gazi Üniversitesi İİBF Öğretim Üyesi.

neysel çalışmalardaki bu eksikliğe karşılık, az sayıda da olsa, yapılan araştırmaların önemli bir kısmı, girişimcilik faaliyeti ile istihdam yaratma ve ekonomik büyüme arasındaki pozitif ilişkiyi doğrular niteliktedir. Örneğin, Baldwin ve diğerlerinin (1995) yaptığı bir çalışmaya göre, Kanada’da yeni firmalar, 1970–1985 yılları arasında, imalat sanayiinde yılda %27 oranında yeni iş olanağı yaratmıştır. ABD’de ise, bu oran %21 olarak gerçekleşmiştir. OECD (2001) tarafından, çeşitli ülkelerin ele alındığı bir diğer çalışmaya göre; yeni girişimcilerin piyasa giriş ve çıkışları, istihdam oranlarını her yıl %5-10 arasında etkilenmektedir. Diğer yandan Robbins ve diğerlerine göre (2000), küçük işletmeler, tali kaynakları kullanarak, (örneğin emek piyasasında yeni bir çalışanın ilk kez istihdam edilmesini sağlayarak) emek ve sermayenin faydasını maksimize etmektedir (OECD, 2003: s.38).

Aslında küçük girişimciliğin önem kazanması ve dünyada “büyük iyidir” anlayışının terk edilmesinin, 1980’lerden itibaren gerçekleştiği söylenebilir. 1980’lerde dünyada ulusal ekonomiler ve sınırlarının masaya yatırıldığı bir süreç gündeme gelmişti. Ulusal ekonomilerin devlet tarafından inşa edildiği bir anlayış yerine, artan sayıda reformlara birlikte, piyasa güçlerine işlerlik kazandıracak bir dönem başlamıştı. Sanayiden hizmet sektörüne kayan ekonomik faaliyetlerin alt yapısının oluşturulması, verimsizliği-işsizliği gidermeye yönelik politikalar, özelleştirme uygulamaları, vergi sisteminin yeniden yapılanması gibi faktörler, ister istemez “girişimci kültürü”nü ve onun yeniden geliştirilmesini gündeme getirdi. Bu aşamada, 1980’lerde yeni iş formasyonlarında dinamik küçük ve orta ölçekli girişimlerin gösterdiği performans, 1990’larda katlanarak sürdü. Bugün birer dev hâline gelen, o dönemin küçük teknoloji şirketleri, yani; Compaq, Netscape Communications, Apple Computer, Net-

work General, Cisco Systems, Yahoo, eBay ve Microsoft gibi şirketler, risk sermayesi ile finansman sağlayan küçük ve orta ölçekli şirketlerdi (Horvarth, 2001: s.1). Bu şirketlerin, ABD’den yükselmesi ve özellikle 1990’larda, küçük ve orta girişimcilere piyasa koşullarında sağlanan finans olanaklarının zenginliği, vergi avantajları gibi özellikler, verimlilik artışları ile birleşince, diğer ülkelerin de dikkatleri bu alana çevrildi. Avrupa Komisyonu (2002)’nun raporuna göre; son 20 yıldır, bugünkü Avrupa Birliği ülkelerinde, 35 milyon kişiye yeni istihdam sağlanırken, ABD’de bu rakam 68 milyon olarak gerçekleşmiştir. Bu aşamada, Avrupa Birliği, tam olarak kullanılmayan potansiyel yatırım kapasitesini harekete geçirmek adına, girişimciliği özendirerek, KOBİ’ler kanalıyla 2010 yılına kadar, 30 milyon kişiye istihdam olanağı sağlamayı plânlamaktadır (EC, 2001).

Yeni firmaların doğması; Schumpeteryan anlamda, örgütlenme ve yönetim becerisiyle birleşen “liderlik” ve “girişimcilik” niteliğine sahip bireyler gerektirir. Ne var ki bir o kadar da önemli olan, ekonominin içinde bulunduğu ortamla ilgilidir. Yeni girişimleri yöreklendirecek objektif koşulların varlığı ise güçlükler içerir. Yeni bir proje veya yeniliği hayata geçirmek isteyen, dinamik ve yaratıcı, elinde projesi veya fikrinden başka hiçbir şeyi olmayan veya ürün veya süreç yeniliğini piyasaya sürmek isteyen girişimciyi bekleyen en önemli problem, her şeyden önce finans problemidir. Girişimcilik potansiyelinin en yüksek olduğu bu aşamada, girişimcinin, alternatif finans olanakları içinde, seçme şansının fazla olmadığı söylenebilir.

2- Girişimciliğin Finansmanı

Herhangi bir girişimin, bulunduğu aşamaya göre farklı malî desteklere ihtiyaç duyacağı açıktır. Firmanın büyüklüğü, yaşı ve hakkında var olan bilgiler, bir işin hangi aşamada

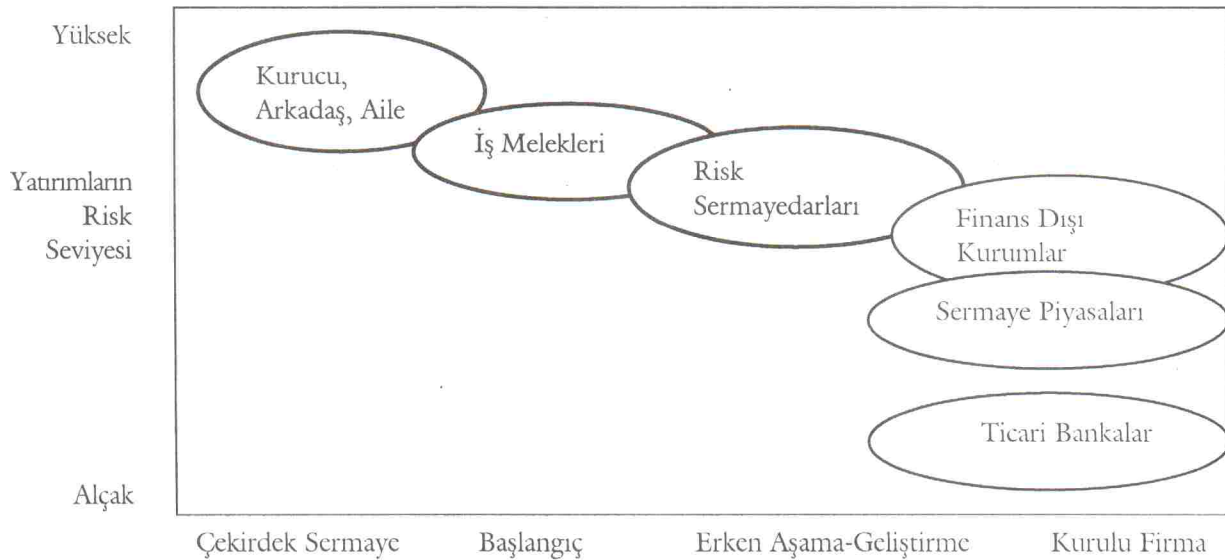
olduğu konusunda bilgi verir (Berger ve Udell, 1998) En erken dönem olarak adlandırılan (earliest stege) dönem; girişimcinin, geçmiş ile ilgili faaliyet kaydının ve kredi almak için maddî teminatının kısacası hiçbir şeyinin olmadığı bir dönemdir. Bu aşamada, girişimcinin elinde sadece henüz tasarladığı bir proje veya bir yenilik fikri vardır ve ortada ürün yoktur. Girişimci, genellikle ihtiyaç duyduğu fonu ancak çevresinden iç finansman (insider finance) sağlayarak elde edebilir. Elde ettiği bu fon, çekirdek sermaye (seed capital) veya AR-GE finansmanı olarak adlandırılır. Diğer bir aşamada, girişimci veya firma, artık yeni bir ürün geliştirmiştir. Bu ürününü piyasaya sürmek için başlangıç sermayesine (start-up finance) ihtiyaç duymaktadır. Firma büyüdükçe, erken aşama finansmanı (early-stage finance) ve kurulmuş olduğu aşamada gelişme-büyüme sermayesine ihtiyaç duyar. Firma ihtiyaç duyduğu bu fonları, yaşına ve büyüklüğüne bağlı olarak, bazı finans kaynaklarından sağlayabilir. Aşağıdaki şekil, firmanın bu gelişme evrelerinde

yararlanabileceği alternatif finansman kaynaklarını göstermektedir.

3- Girişimciliğin Finansman Kaynakları

Yeni bir girişimcinin çekirdek sermaye veya erken aşama finansmanında öz kaynak sıkıntısı duyması genellikle "equity gap" veya "Mc. Millan gap" olarak nitelendirilir. İngiltere'de Harold Mac Millan başkanlığında yapılan bir araştırmada (1931), geleneksel bankacılık sisteminin, yeni kurulan şirketlerin finansman ihtiyacını karşılamaktan çok uzak olduğunu ve kredilerin genellikle büyük şirketlere yöneldiği belirtilir. Gerçekten de, daha sonra "Mc Millan Açığı" olarak literatüre geçen bu sorun günümüzde de sürmekte ve bankaların, özellikle başlangıç aşamasında ticarî geçmişi ve kaydı olmayan firmalara borç finansmanı sağlaması mümkün olmamaktadır. Diğer yandan, bankaların borç finansmanı esnek değildir, pahalıdır ve genellikle küçük ve orta ölçekli işletmelerin ras-yoları, bankaların standartlarına uymamaktadır.

Girişimci Firmanın Gelişme Aşamaları



Kaynak: Poh Kam, (2001)

Diğer yandan, sermaye piyasalarından fon sağlamak da başlangıç aşamasında olan firmalar açısından ağır kotasyon koşulları nedeniyle çok zordur. Aslında, likit ve iyi düzenlenmiş sermaye piyasaları, girişimci kültürünün gelişmesine katkıda bulunan piyasalardır (EC, 2002: s.7). Finans sistemlerinin, banka temelli (insider system) olmaktan çok, sermaye piyasası ağırlıklı (outsider system) olması, “yaratıcı yıkıcılık” imkânını geliştiren iklimleri sağlar. Bu nedenle geleneksel borsalarda işlem görecekt olan menkul kıymetlerle ilgili çok sayıda koşul, kural ve düzenlemelerin olması; görece daha küçük ölçekli işletmelere yönelik olarak alternatif finans piyasalarının doğmasına yol açmıştır. NASDAQ, EASDAQ gibi tezgâh üstü piyasalar veya Paris Borsası, EuroNM gibi ikincil el piyasalar, daha esnek kotasyon koşulları ve düzenlemelerle, KOBİ’lerin finansman ihtiyacına daha uygun hâle gelmiştir. Bu alanda, bu tür piyasalar aracılığıyla halka açılan teknoloji firmaları, çok büyük başarılar da göstermiştir. Ne var ki, çekirdek sermayeye ihtiyaç duyan veya başlangıç aşamasında (start-up) olan bir şirketin, halka açılma aşamasına gelmesi için, (her şey iyi giderse) en iyi ihtimalle birkaç yıla ihtiyacı vardır.

Küçük ve orta ölçekli işletmelerin fon ihtiyacını sağlamaya yönelik olarak gerçekleştirilen en önemli finansman biçimi ise, risk sermayesidir (venture capital). Genel olarak, yukarıda sözü edilen, dinamik yaratıcı, gelişme potansiyeli yüksek olan, ancak finans gücü yeterli olmayan girişimcilerin yatırım fikirlerini gerçekleştirmeye olanak tanıyan bir yatırım finansmanı biçimidir. Bu finansman biçiminin özelliği, teminat veya karşılık gösteremeyen, borsada kayıtlı olmayan girişimciye, geleneksel finans yöntemlerinin sağlayamadığı imkânın, profesyonel, aracı kuruluşlarca (risk sermayedarları) yaratılmasıdır. Bankalar temel olarak borç finansmanı

sağlarken, risk sermayedarları öz sermaye finansmanı sağlar. Bunun yanı sıra, bankalar, fon talep edenlerin geçmişteki performanslarını, risk sermayedarları gelecekteki performanslarını dikkate alır (EC, 2002: s.11). Bu açıdan, risk sermaye şirketleri, önemli bir büyüme potansiyeline sahip, gelecek vaat eden ve büyük bir sermaye kazancı umdukları girişimlere yatırım yaparak finansman sağlar. Bu aşamada, yüksek risk – getiri anlayış ile hareket ederler. Özellikle, başlangıç ve erken aşama finansmanında söz konusu risk, en yüksek seviyesindedir. Kurumsal risk sermayedarları, genel olarak, limited ortaklıklar, finansal risk sermaye fonları, şirket risk sermayeleri veya küçük işletme yatırım şirketleri olabilir (Megginson, 2003: s.8). Risk sermayesi yatırımlarının nakde dönüşmesi, yani yatırımın tamamlanmasına “yatırımdan çıkış” (exit) adı verilir. Burada erişilmek istenen getiri, faiz veya temettü biçiminde değil, ortaklık payının satışı üzerindedir. Çıkış, genel olarak halka arz şeklinde borsada hisselerin serbestçe alım satım veya dalgalanması yoluyla veya risk sermayesi fonunun ticarî satışı yoluyla gerçekleşir. Diğer yandan, diğer bütün ortaklarla birlikte şirketin başka bir şirkete satışı yolu ile olabilmektedir (Mason ve Harrison, 1999). Yukarıda sözü edilen geleneksel borsalara göre, koşulların daha esnek olduğu, NASDAQ ve EASDAQ gibi tezgâh üstü piyasalar veya Paris Borsası, EuroNM gibi ikincil el piyasalar, yatırımların nakde dönüştüğü halka arz aşamasında önemli ölçüde kolaylık sağlamaktadır.

4- İş Melekleri (Business Angels)

Kurumsal risk sermayesinin geçmişi, ABD’de 1930’lara kadar uzanmakla birlikte, özellikle 1990’lı yılların ikinci yarısından itibaren çok ciddi bir gelişim süreci yaşamıştır. Bu gelişmenin ardında yatan temel neden ise, bilgi ve iletişim teknolojilerindeki olağanüstü

gelişmelerdir. Özellikle internetin gelişmesi, küçük ve orta ölçekli firmaların enformasyon maliyetini ciddi boyutlarda düşürmüştür. Küçük ve orta ölçekli girişimler de, büyük firmalarla aynı enformasyona ulaşabilir hâle gelmiştir. Diğer yandan inter-netin, firmaların stok bulundurma ihtiyacını azaltması, tedarik maliyetlerini düşürmesi, arz zinciri içinde aracılığa gerek bırakmaması gibi tasarruflar, küçük firmaların potansiyel kârlılığını arttırmıştır. Bu da ister istemez, risk sermayesi endüstrisini harekete geçirmiştir. Diğer yandan, yukarıda da değinildiği gibi, yeni yüksek teknoloji firmalarının risk sermayesi fonlarıyla büyüyüp, birer dünya devi hâline gelmesi, bu finansman modelinin popülerliğini arttırmıştır.

1995–2000 yılları arasında, Risk sermayesi fonları, ABD’de, ortalama yıllık %37; İngiltere’de %31; Fransa’da %37; Almanya’da %40; Kanada’da %60; İsrail’de %110; İtalya’da %56; İspanya’da %50; Hindistan’da %113, Kore’de %25 oranında artış göstermiştir. Tüm dünyada tüm risk sermayesi fonlarının 2000 yılı itibarı ile toplam miktarı, 225 milyar dolara ulaşmıştır. Bu yatırımların 122.1 milyar doları ABD’de gerçekleşmektedir. Aynı yatırımlar; İngiltere’de 12.2; Fransa’da 4.9, Almanya’da 4.4; İsrail’de 3.2; İtalya’da 2.8; Hong Kong’da 2.2; Tayvan’da 1.2; Hindistan’da 0.5; İspanya ve Kore’de 1’er milyar dolar olarak gerçekleşmiştir. Pek çok araştırma, risk sermayesi yatırımları ile desteklenen şirketlerin, girişimcilğe ve ülke ekonomisine çok önemli katkılarda bulunduğunu ortaya koymaktadır (Maggison, 2003: s.36).

Diğer yandan yaygın olarak, risk sermayesi yatırımları, yatırım yapılan projenin fikir aşamasından yatırımdan çıkış aşamasına kadar geçen süreci kapsadığı ve risk sermayedarlarının daha çok, başlangıç aşamasında veya yeni kurulmuş şirketlere yatırım yapma

konusunda uzman olduğu düşünülmektedir. Ne var ki, bu her zaman doğru değildir. Risk sermayedarlarının, son yıllarda yatırımlarını, çekirdek sermaye ve başlangıç finansmanına yöneltmekten çok, risklerini görece olarak daha düşük olan, erken aşama ve gelişme finansmanına (expansion finance) yönlendirdikleri konusunda önemli ölçüde bir fikir birliği oluşmuştur (Maggison, 2003; Kam, 2001; EC, 2002; Mason ve Harrison, 2000; OECD, 2003).

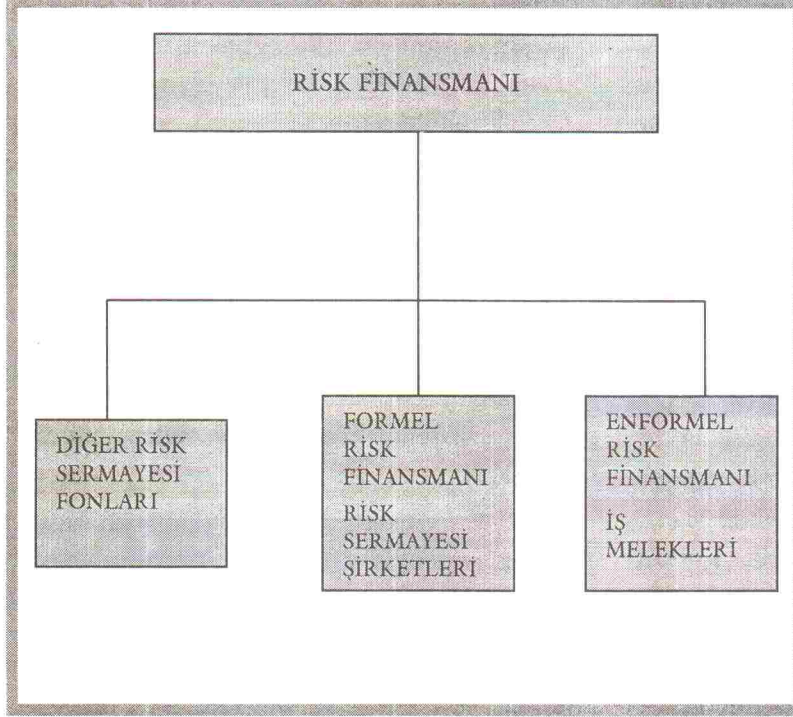
Örneğin Maggison (2003), ABD’de erken aşama (early stage) finansman yatırımının, toplam yatırımlar içindeki payının, 1997’de %26, 1999’da ise %23 olarak gerçekleştiğini belirtmektedir. 2001 yılının ilk çeyreğinde ise çekirdek sermaye ve başlangıç finansmanının (start-up) toplam risk sermayesi finansmanı içindeki payı sadece %0.96’ dır (Maggison, 2003: s.11).

Risk sermayedarlarının finansman konusunda, seçici bir yaklaşım sergilemesi ve büyük yatırımlara yönelmesi, piyasaya girmek isteyen çok sayıda girişimcinin ihtiyaçlarına cevap veremediği bir ortamı gündeme getirmiştir. Bu aşamada, son yıllarda yaygınlaşmaya başlayan, enformel risk finansmanı sağlayan melek yatırımcılar; çekirdek sermaye ve başlangıç finansmanı aşamasında önemli bir boşluğu doldurmaya başlamıştır. Toplam risk sermayesi yatırımları içinde, enformel risk piyasalarının önemi gittikçe artmaktadır.

Aşağıdaki tabloda, görüldüğü gibi, risk sermayesi yatırımları kategorik olarak, formal risk sermayesi, enformel risk sermayesi ve diğer risk sermayesi fonlarından oluşmaktadır. Diğer risk sermayesi fonları bu iki kategorinin dışında gelişen ve ülkelere göre farklılıklar gösteren fonlardır. Örneğin; İngiltere’de yaygın olarak kullanılan bir fon biçimi, bölgesel risk sermayesi fonudur. Bu fonlar, deneyimli risk sermayesi profesyonelleri ve bu alandaki bölgesel finans şirketlerince yö-

netilmektedir. Bunun yanı sıra, başka alanda faaliyet gösteren büyük firmalar veya diğer finans kurumları, risk sermayesi finansmanına büyük fonlar ayırabilmekte ve diğer firmalara yatırım yapabilmektedir.

Risk Finansmanının Çeşitli Yolları



Oldukça yeni bir fenomen olarak kabul edilen, iş melekleri teriminin kökeni; Broadway'den gelmektedir. Broadway'de, bir şovun başarı şansını artırmak için para yatıran ve çaba gösteren finansal yatırımcılar için kullanılan bu terim; zaman içinde ticarî riskli olan yatırımlar için daha geniş olarak kullanılmaya başlanmıştır (Business Consumer, 2003: s.1) Bugün, iş melekleri, yeni, yaratıcı fikirler ve girişimlerle ilgilenen birey ya da gruplardan oluşmaktadır.

Bilindiği gibi enformel piyasaların doğası, daima rakamsal verilerin elde edilmesini sınırlandırır. Enformel risk finansmanı alanında faaliyet gösteren iş meleklerinin de, gerçek potansiyellerini bilmek ve rakamsal veri top-

lamak, bu nedenle önemli güçlükler taşımaktadır. Bunun yanı sıra, bireysel olarak çalışan iş meleklerinin pek çoğu, isimlerinin bilinmesini ve yatırım faaliyetlerinin açığa çıkmasını istememektedir. Pek çok ülkede iş meleklerine yönelik olarak uygun vergi önlemleri alınmış olmasına rağmen; yine de, bu

duruma, vergilerin yatırımların getirisi üzerinde doğrudan etkili olmasının da, bir sebep olduğu öne sürülmektedir. Bu koşullar, deneysel çalışmaları ve melek yatırım piyasasının gerçek ve potansiyel büyüklüğünün anlaşılmasının önünde bir engel oluşturmaktadır.

Mevcut meleklerle, proje havuzunu karşılaştıran "iş meleği ağları" (business angels network) veri konusunda, değerli bilgiler içermektedir. İş melekleri konusunda yapılan araştırma ve incelemeler, bu ağlardaki bilgilerden derlenmektedir

(EC, 2003; OECD, 2003). Bu ağlar, aynı zamanda, bireysel olarak çalışan melekleri alternatif yatırım alanları konusunda bilgilendirerek, girişimcilerin finans arama maliyetlerini düşürerek, piyasaların hem arz yönüne hem de talep yönüne hizmet etmekte ve enformasyon sağlamaktadır. Sayıları her gün artan iş meleği ağları; ABD, Kanada ve bazı Avrupa Birliği ülkelerinde faaliyette bulunmaktadır. 2002 itibarı ile, ABD ve Kanada'da 170 melek ağı ve organizasyonu bulunurken, 1999 yılı itibarı ile, Avrupa Birliği ülkelerinde, 100'den fazla iş meleği ağı faaliyette bulunmaktadır. Avrupa'daki iş meleği ağlarının, %80'i, İngiltere, Almanya ve Fransa'da bulunmaktadır (EC, 2003).

Melek yatırım piyasalarının, özellikle, ABD'de oldukça etkili olduğu ve bu ülkede, enformel risk sermayesi yatırımlarının formel risk sermayesi yatırımlarının en az iki katı olduğu belirtilmektedir (OECD, 2003, s.176). Frear'ın tahminlerine göre; (1996) ABD'de, 1990'ların başında yaklaşık 2 milyon iş meleği vardır. Poh Kam (2001)'a göre, toplam risk sermayesi yatırımları içinde, 1998 yılında, enformel risk sermayesinin yatırım miktarı 60-100 milyar dolar dolayında gerçekleşmiştir, buna karşılık, aynı yıl içinde gerçekleşen formel risk sermayesi yatırımları ise, 15 milyar dolar dolayındadır ve bunun sadece 5 milyar doları erken aşama finansmanında kullanılmıştır.

Yine, Poh Kam (2001)'a göre; 1998 verileri, ABD'de melek yatırımcıların erken aşamadaki piyasaya yeni giren 30.000 firmaya fon sağlarken, risk sermayedarlarının bu aşamada bulunan sadece 1100 firmaya fon sağladığını göstermektedir. Melek yatırımların başlangıç sermayesi ve erken aşama finansmanında önemli bir işlev gördüğü ve özellikle ABD'de başlangıç sermayesi ve erken aşama finansmanında, risk sermayesi yatırımlarından daha önemli bir finansman kaynağı olduğu yaygın olarak kabul görmektedir.

EBAN (European Business Angels Network)'ın Avrupa Komisyonu için yaptığı bir araştırmada 1998 yılı için, Avrupa Birliği ülkelerinde, potansiyel iş melekleri yatırımlarının, tahminen tamamının, 10 milyar ile 20 milyar euro arasında olduğu tahmin edilmiştir. Bütün Avrupa Birliği ülkelerinde, formel risk sermayesi endüstrisinin çekirdek sermaye finansmanı ve başlangıç aşaması yatırımlarının 2001 yılında 4.1 milyar euro olduğu göz önünde tutulursa, bu potansiyelin dikate değer olduğu anlaşılmaktadır. Yine aynı araştırmaya göre, faal iş melekleri sayısının Avrupa'da yaklaşık olarak, 125.000 dolayında olduğu, potansiyel yatırımcıların ise, 1

milyon dolayında olduğu tahmin edilmektedir (EC, 2003: s.7).

Diğer yandan, İngiltere'de, 2001 yılında 20.000-40.000 arasında iş meleğinin bulunduğu belirtilmektedir. Söz konusu melekler, 3000-6000 dolayında girişimciye fon sağlamış ve bu fonların toplam tutarı, 0.8 ilâ 1.6 milyar euro olarak gerçekleşmiştir (age: s.8). Bir diğer tahmin ise, Bowden (1994)'dan gelmektedir, ona göre; 1990'ların başında, İngiltere'de, 30-50 000 iş meleği vardır. Osnabrugge (1998) ise, iş meleklerinin yaptıkları yatırım miktarının, yine 1990'ların başında 4 milyar sterlini geçtiğini belirterek, daha yüksek bir tahminde bulunmuştur. Bu rakam İngiltere'deki risk sermayesi tarafından başlangıç firmalarına (start-up) yapılan yatırım miktarının üç katıdır (Akt. Poh Kam, 2001). Diğer yandan, Reynolds ve arkadaşları (2001), GEM (Global Entrepreneurship Monitor)'in 29 ülkeyi kapsayan verilerle bir çalışma gerçekleştirmiştir. Onlara göre, enformel risk yatırımları toplamı, 29 ülkede yurt içi hasılların %1-2'sine yükselmiş durumdadır (akt. OECD, 2003: s.177). Bunun yanı sıra; İsrail'de melek finansman yatırımlarının, toplam finansman yatırımlarına oranı, %3 dolayındadır. Kore, Singapur ve Hindistan'da da, potansiyel melek yatırımlarında anlamlı bir büyüme trendi gözlenmektedir (Poh Kam, 2001).

a- İş Meleklerinin Özellikleri

İş melekleri daha önce de belirtildiği gibi çoğunlukla bireysel olarak çalışan varlıklı iş adamlarından oluşur ve bunlar kimliklerinin açıklanmasını pek arzu etmezler. Bireysel olarak çalışan bu melekler, elinde fikri veya projesi olan girişimcileri daha çok yakın çevrelerinden veya bölgelerinden seçer. Melek, yaptığı bu tercihle, yatırım yaptığı girişimciyi daha iyi denetleme imkânı bulmaktadır. Ne var ki, son yıllarda ileri teknoloji firmala-

rının gösterdikleri başarı karşısında bu tutumlarını değiştirmeye başladıkları gözlenmektedir, hatta dünyadaki diğer farklı bölgelerde yatırım yapmayı tercih eder hâle gelmişlerdir (EC, 2002: s.16).

Bunun yanı sıra, melekler grup olarak da çalışmaktadır. Bu gruplar, enformel bir birlik veya formel bir şirket de olabilmektedir. Özellikle son yıllarda bu tür grupların hızla arttığı görülmektedir. Bireysel yatırımcılardan onları ayıran en önemli özellikleri ise, kimliklerinin açık olmasıdır. Bu gruplar, web siteleri, iş yerleri, yönettikleri küçük risk fonlarıyla, melek piyasasına tüzel bir kimlik kazandırmaktadır (Healy, 2002).

Özellikle ABD’de, iş meleklerinin yaygın olarak sendikasyon biçiminde örgütlenerek yatırım yaptıkları görülmektedir. Son zamanlarda İngiltere’de de bu tür sendikasyon gruplarının yaygınlaşmaya başladığı gözlenmektedir

Melek grupların çalışma biçimleri farklılık göstermektedir. Örneğin, ABD’de “Band of

Angels” adını taşıyan, 150 üyeli melek grubu, yalnızca Silikon vadisindeki start-up teknoloji şirketlerine odaklı çalışan bir gruptur. Yine, ABD’de “Angels’ Forum” risk sermayesinin yapısı ve sürecini kullanan bir fon olarak faaliyetini sürdürmektedir. Risk sermaye şirketlerinden yegâne farklılığının, yatırımcıların kendi öz kaynaklarını kullanmaları olarak gösterilmektedir. Angels’ Forum’un sağladığı plâformda yatırım kararları alınmakta ve yatırımcı üyeler arasında özel ortaklıklar gerçekleşmektedir. Ayrıca yatırımcı üyelere, eğitim ve profesyonel hizmetler verilmektedir. Meleklerin daha fazla girişimciye ulaşmasını sağlayan ve yatırımcıların yatırım anlaşmaları yapmalarını sağlayan bu plâformlar, sosyal klüpler biçiminde de faaliyet gösterebilmektedir. İş meleği gruplarının düzenli aralıklarla toplandığı

tüm bu organizasyonlarda, girişimciler projelerini anlatan tanıtımları gerçekleştirme olanağı bulmaktadır (Griffin, 2001).

Bunun yanı sıra, iş meleği grupları kurucularının, önemli ölçüde, belirli sanayilerde tanınmış isimler, yöneticiler, saygın iş adamlarından oluştuğu görülmektedir. Örneğin, Angel Healthcare, İngiltere’de, sağlık hizmetleri konusunda lider bir grubun sahibi, Alan Salmout tarafından kurulmuştur. Yine Common Angels, bilgisayar yazılımı alanında, melek yatırımı olan bir şirket olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Kurucuları arasında bulunan John Landry, Lotus Development Şirketinin teknoloji yöneticiliği ve IBM’in başkan yardımcılığı görevlerinde bulunmuştur. Diğer yandan, meleklerin çoğunun, risk sermayesinden fon sağlayarak büyüyen girişimciler olduğu gözlenmektedir. Melek piyasaları uzun ömürlü örgütler hâline getiren özellikte, bu “melek kültürünün” oldukça etkili olduğu vurgulanmaktadır (Healy, 2002: s.3).

Dolayısıyla bu yatırımcıların geçmişteki deneyim ve birikimleri de ayrıca girişimcilere yol göstermektedir. Melek grupları, girişimcilere iş stratejilerinde yardımcı olmakta, ilâve finansman için araştırma yapmakta, kilit personelin eğitimi ve işletme yönetimi gibi finansal olmayan konularda da yardımcı olmaktadır. Bunun yanı sıra, küçük girişimciliği geliştirmek adına ulusal düzeyde paneller ve toplantılar düzenlemekte, böylece girişimci kültürüne de katkıda bulunmaktadır (OECD, 2003: s.178; Healy, 2002: s.1).

İş meleği endüstrisinin son yıllardaki hızlı gelişimi, literatürde de yansımaları bulmuş ve endüstri, önemli sayıda, araştırmaya kaynaklık etmiştir. GEM’in, 2000 yılında 21 ülkeyi kapsayan araştırmasında, melek yatırım eğilimi ile girişimcilik eğilimi arasında yüksek derecede bir korelasyon olduğu belirtilmektedir (Poh Kom, 2001). Bunun yanı sıra

son deneysel çalışmalar, meleklerin ileri teknoloji (high-tech) firmaları için önemli bir finans kaynağı olduğunu göstermektedir. Örneğin, Liang, Fenn ve Prowse (1998), 1991-93 yılları arasında, halka açılan (IPO) ve bilgisayar yazılımı ve tıbbî cihazlar olmak üzere iki endüstri alanında faaliyet gösteren 107 teknoloji firmasının %56'sının, halka açılmadan önce öz kaynak finansmanlarında, melek yatırımcıların önemli payı olduğunu belirtmişlerdir. Şirketlerden 23'ü sadece melek finansmanından faydalandığını, 36 firma ise, hem girişim sermayesinden hem de melek finansmanından yararlandığını belirtmiştir (Prowse, 2000).

b- Risk Sermayedarları ve İş Melekleri Arasındaki Farklılıklar

Hem risk sermayedarlarının hem de iş meleklerinin ortak amacı; gelecek vaat eden girişimcilere yatırım finansmanı sağlayarak gelecekte ortaklık yoluyla sermaye kazancı elde etmektir. Her iki modelde de, yüksek risk-yüksek gelir beklentisiyle hareket edilir. Ne var ki, profesyonel risk sermayedarı, yatırımında kullanacağı fonları çeşitli kaynaklardan sağlamaktadır. Ülkeden ülkeye farklılık göstermekle birlikte, risk sermaye şirketlerine fon aktaranlar: bankalar, emeklilik fonları, sosyal güvenlik grupları, büyük şirketler ve sermaye grupları olabilmektedir. Oysa, melek yatırımcıların fonları, temel olarak kendi "öz sermayelerinden" oluşmaktadır.

Diğer önemli bir farklılık ise, yatırım fonlarının rakamsal büyüklüğünden kaynaklanmaktadır. Yukarıda da belirtildiği gibi, son yıllarda risk sermaye şirketleri, yatırım portföylerini başlangıç yatırımlarından, erken aşama ve genişleme yatırımlarına doğru yöneltmişlerdir. Risk sermayesinin artan bu fon ihtiyacı, büyük ölçüde enformel melek yatırımcılarca karşılanmaya başlanmıştır. Bu yatırımcılar, başlangıç aşamasındaki firmala-

ra çok daha küçük meblâğ tutan fonlar sunmakta ve bunun yanı sıra, daha fazla firmaya yatırım yaparak, risklerini yayma yoluna gitmektedirler. Aslında melek yatırımlarla ilgili yapılan araştırmalar, yatırımların belli ölçüde heterojen bir yapı sergilediğini de ortaya koymaktadır. Avrupa Komisyonu'nun raporuna göre (2002), Avrupa'da çok varlıklı yatırımcıların içinde 500.000 ile 1.000.000 euro arasında yatırım yapanlar olduğu gibi, 4-5 milyon euro dolayında yatırım yapan ve risk sermaye şirketleriyle rekabet eden sendikasyonlar da vardır (EC, 2002: s.10). Fakat genellikle melek yatırım fonları tipik olarak start-up firmaların ihtiyacına yönelik olarak, formel risk finansmanı yatırımlarından daha küçük boyuttadır.

New Hampshire Üniversitesi Risk Sermayesi Araştırmalar Direktörü Jaffery E. Sohl, 2002 yılında yaptığı çalışmada, Kuzey Amerika ve Kanada'da, 170 melek yatırım grubu ve melek ağı olduğunu belirterek, bu grupların başlangıç aşamasındaki finansman yatırımları için, 100.000 ilâ 1.000.000 dolar arasında; buna karşılık dev fonlara sahip risk sermayesi şirketlerinin, erken aşama finansmanı için tipik olarak 3 milyon ilâ 5 milyon dolar arasında yatırımında bulunmak istediklerini belirtmektedir. Bu nedenle, melek finansörler, çok daha fazla sayıda anlaşma yapmaktadır (Akt. Healy, 2002: s.2).

Wiltbank ve Sarasvathy (2002), melekler ve risk sermayedarlarının karar verme sürecinde tümüyle farklı davrandıklarını, farklı bakış açılarına sahip olduklarını vurgulamaktadır. Yatırım meblâğlarının oldukça farklı olması; yatırım kararlarını alırken, yatırımcıların farklı tutum izlemelerine de etken olmaktadır. Girişimin başarısız olması durumunda, risk sermayedarı için yenilginin maliyeti kuşkusuz çok daha ağır olacaktır. Bu sebeple risk sermayedarı, portföyünü çeşitlendirirken, çalışmasında, yatırım öncesi iyi-

ce araştırılmış finansal tahminleri, risk-getiri analizlerini ve özenle hazırlanmış iş plânlarını temel almak ve uygulamak durumundadır.

İş melekleri ve Sermaye Hissedarları Arasındaki Farklar

ÖZELLİKLER	İŞ MELEĞİ	RİSK SERMAYEDARI
Belirgin kişilik özelliği	Girişimci	Yatırımcı
Finansman sağladığı firma	Küçük, erken aşamada	Büyük, genişleme ve olgunlaşma aşamasında
Yatırım öncesi risk ve durum analizi çalışması	Minimum	Geniş
Yatırım yaptığı bölge	Dikkate alır	Önem vermez
Sözleşme kullanımı	Basit	Geniş, ayrıntılı
Yatırımdan sonra izleme	Aktif ve yönetime katılma	Stratejik
Firmanın ayakta kalması	Daha az önemli	Çok önemli
Firmanın karlılığı	Daha az önemli	Çok önemli

Bu sebeple risk sermayedarı, geleceğe yönelik rasyonel tahminlere dayalı bir yaklaşım benimsemeye eğilimlidir. Buna karşılık melekler, seçimlerinde “etkili bir muhakemeye” dayalı, gelecekle ilgili öngörülerden çok sezgiye dayanan bir “denetleme mantığı” kullanır (Wiltbnak ve Sarasvathy, 2002: s. 1).

Diğer yandan, melek finansörlerin, risk sermayedarlarına göre ağırlıklı olarak finansal olmayan konularda da yeni girişimci firmalara yol göstermesi ve rehberlik etmesi, onların ayırt edici bir özelliğini vurgulamaktadır. Deneyimli meleklerin çoğunun risk sermayesi şirketleriyle güçlü bağlantılarının olması, girişimin büyümesi için ilâve fonların sağlanmasını kolaylaştırmakta ve bu anlamda formel risk finansmanını tamamlayıcı bir işlev görmektedirler. (Avonmore Development 2001: s. 2; EC, 2000: s.16).

Yukarıdaki tabloda, risk sermayedarı ile iş meleklerini farklı kılan karakteristik özellikler verilmiştir.

Tabloda görüldüğü gibi, her iki tarafın hedef yatırımları anlamlı ölçüde farklılık göstermekte ve bu nedenle yatırım kararları alındıktan sonra iş melekleri görece olarak daha esnek bir tavır sergilemektedir. Gerçekte yeni bir somut projesi olan girişimci için asıl güç aşama,

Kaynak: European Commission Report , 2000; s.16

önce bir iş meleşine ulaşmak ve ardından ikna sürecini başarıyla tamamlamaktan geçmektedir.

Diğer yandan, riskli girişimlere yatırım yapan firmalara, bu yatırımların ne denli kâr sağladığı konusunda, genel bir uzlaşmanın olmadığı söylenebilir. Aslında riskli yatırımlar, Sahlman (1990)’ın belirttiği gibi; “Az ihtimalle büyük kâr ile büyük ihtimalle küçük zararın sentez edildiği” bir finansman türüdür. Burada küçük zarar, risk sermaye şirketinin belli bir projeye yatırmış olduğu sermaye miktarını temsil etmektedir. ABD’deki Ulusal Risk Sermayesi Birliği (NVCA), yatırımların getiri oranının %20-22 dolayında olduğunu belirtirken; Chen ve arkadaşlarının 2002 yılı için yaptıkları çalışmaya göre, bu oran; %13.5 dolayında gerçekleşmiştir. Söz konusu oran, S&P 500 performansının çok altındadır. Bunun yanı sıra, pek çok çalışmanın bulgularına göre, formel ve enformel yatırımcıların elde ettikleri sermaye kazancı oranlarının oldukça önemli farklılıklar gösterdiği ve bu oranlar karşılaştırıldığında,

melek yatırımcıların daha fazla kazanç sağladığı görülmektedir. Mason ve Harrison (2002), risk sermayesi fonlarının erken aşamasında kâr profilleri arasında yaptıkları karşılaştırmada, iş meleklerinin, zarar ettiren yatırımları daha az; buna karşılık, yüksek performans gösteren yatırımları daha fazla gerçekleştirdikleri sonucuna varmıştır (Akt. Wiltbank ve Sarasvathy, 2002: s.1). Mason ve Harrison, İngiltere için yaptıkları bir diğer çalışmada, 2002 yılında, melek yatırımların, %40'ının zarar ettiği, (written off as a loss), diğer %60'ın; %26'sının diğer bir şirkete satıldığını, %16'sının diğer hisse senedi sahiplerine satıldığını, %10'unun üçüncü şahıslara satıldığını, %8'inin ise halka arz yoluyla sermaye piyasalarına açıldığını belirtmektedir (Akt. EC, 2002: s.11).

c- Asimetrik Enformasyon Problemi ve İş Melekleri

Aracı teorisi (agency theory), sözleşme yapan tarafların karşılıklı ilişkilerini "en iyi" biçimde nasıl organize edebileceklerini açıklar. Teoriye göre; yetersiz enformasyon ve bundan kaynaklanan belirsizlik koşulları altında pek çok iş alanında iki temel problem meydana gelir: Ters seçim (adverse selection) ve ahlâkî tehlike (moral hazard). Ters seçim, ödeme yapılan tarafın, işverene yapabilecekleri konusunda eksik bilgi vermesinden kaynaklanmaktadır. Ahlâkî tehlike ise, işverenin sözleşme yaptığı firmanın, maksimum çabayı ortaya koyduğundan emin olmadığı bir durumu yansıtmaktadır (Bobson College, 1996). "Asimetrik enformasyon paradigması" olarak anılan bu durumun, piyasa başarısızlıklarına neden olacağı ve tarafların karşılıklı çıkarları en mükemmel sonucu vermeyeceği öne sürülmektedir.

Asimetrik enformasyon yaklaşımı, finans piyasalarındaki analizlerle birlikte risk sermayesi piyasalarında da ele alınmış; risk serma-

yesi piyasa performansının değerlendirilmesinde söz konusu yaklaşımla ilgili olarak önemli sayıda araştırma ortaya çıkmıştır. Örneğin, girişimciler ve yatırımcılar arasında bilgi asimetrisine bağlı olarak yaşanabilecek sorunları Stiglitz ve Weiss (1981), borç piyasasını; Myres ve Majluf (1984), Greenwald (1984), halka arz aşamasını; Lewis ve Sappington (2000) ise, erken aşamadaki risk sermayesi fonunu incelemişlerdir (Akt. Wiltbank ve Sarasvathy, 2002: s.5).

Diğer yandan, risk sermayesi şirketlerinin iflâs etme yüzdesinin diğer şirketlere göre, oldukça yüksek düzeyde gerçekleştiğini vurgulayan Amit ve arkadaşları; bu durumun girişimci şirket ve risk sermayedarı arasında sıklıkla yaşanan ters seçim probleminden kaynaklandığı sonucuna ulaşmışlardır. Ters seçim sonucunda, daha düşük potansiyele sahip olan şirketler, risk sermayedarlarına yönelirken; daha yüksek potansiyele sahip olanlar ise alternatif finansman alanlarına yönelerek daha verimli yatırımcı arayışına girmişlerdir. Risk sermayesi destekli şirketlerin son yıllarda düşük bir yüzdesinin halka arzlara yönelmiş olması, bu düşünce için teorik bir kanıt olarak sunulmaktadır (Akt. Wiltbank ve Sarasvathy, 2002: s.6).

Araştırmaların bir kısmı da, iş meleklerinin asimetrik enformasyon problemini hafifletme özellikleri üzerinde durmaktadır. Bu özellikleri, yatırım anlaşmasını gerçekleştirirken, rasyonel maksimizasyon davranışı yerine, muhakemeye dayalı bir tavır sergilemelerine bağlanmaktadır. Bu argümana göre, sözleşmelerini gerçekleştirirken kurdukları sıkı ilişkiler, daha önceki ilişkileri, iş çevrelerine olan yakınlıkları, onları asimetrik enformasyonun ortaya çıkardığı problemlerden korumaktadır. Yine aynı argümana göre, risk sermayedarları için bu durum tersi bir görünüm sergilemektedir. Çünkü kurumsal risk sermayedarları aracı sorunlarından ayrıntılı

sözleşmeler yaparak korunabilir. (The Armchair Economist, 1999; Wiltbank ve Sarasvathy, 2002).

5- Türkiye’de Küçük ve Orta Ölçekli Girişimciliğin Finansmanı

Dünyanın pek çok yerinde olduğu gibi Türkiye’de de, işletmelerin en önemli bölümü, KOBİ niteliğindedir. Toplam işletmelerin %99,6’sını oluşturan bu işletmeler; %64 oranında bir istihdam hacmi sağlamaktadır. Buna karşılık, toplam ulusal kredilerden aldıkları pay oranı sadece %3,5 dolayındadır. Oysa aynı oran; ABD’de, %42,7, Güney Kore’de, %46,8, İngiltere’de 27,2 ve Japonya’da %50 dolayındadır (TUSİAD, 2003: s.7).

Bunun yanı sıra, çoğunlukla banka kaynaklı olan bu krediler, diğer ülkelerle karşılaştırıldığında oldukça yüksek maliyetlidir. Dünyadaki rakipleri, kredi yoluyla %7-8 dolayında bir maliyetle kaynak sağlama imkânına sahipken; Türkiye’de bu oran; ticarî banka kredilerinde, TL bazında %80’lere kadar ulaşabilmektedir. T. Halk Bankası’nın, KOBİ’lere yönelik fon kaynaklı kredileri ise daha düşük faizli ve uzun vadeli olmasına karşın, sınırlı sayıda işletmeye finansman sağlayabilmektedir. Yetersiz ve yüksek maliyetli borçlanma koşulları altında ve çoğunluğu erken aşama finans ihtiyacı içinde olan, küçük ve orta ölçekli işletmelerin yaklaşık %70’i hiç dış finansman kaynağı kullanmamakta ve sınırlı öz kaynaklarıyla faaliyetlerini sürdürmektedir (TESK, 2001: s.169). KOBİ’lerin Türkiye ekonomisindeki yeri ve önemi dikkate alındığında, yaşanan bu finansman sorununun önemi daha iyi anlaşılmaktadır. Bu durum, her şeyden önce KOBİ’lerin, çağdaş standartlarda üretimde bulunmasının önünde önemli bir engel oluşturmakta ve yarıttıkları katma değer, %25’lik bir oranla, oldukça düşük seyretmektedir.

Girişimcilere faizsiz ve uzun vadeli ve daha erken aşamalarında fon sağlayabilecek risk sermayesi modeli ise henüz yeni doğmaktadır. Türkiye’de, risk sermayesi yatırım finansman modeli ilk kez 1993 yılında yasal düzenlemeye kavuşmuştur. Bu alanda bağımsız şirketler, küçük yatırımcı şirketler, bankaların bu alandaki risk sermayesi kolları az sayıda da olsa faaliyet göstermektedir. Ne var ki, bugüne değin geçen süre içinde anlamlı bir ilerleme kaydedilememiştir. Örneğin, 1996 yılında kurulan ilk risk sermayesi yatırım şirketi, Vakıf Risk Sermayesi Yatırım Ortaklığı A.Ş’nin, portföyünde üç, 2001 yılında faaliyete geçen İş Risk Sermayesinin portföyünde ise iki firma vardır. Bunun yanı sıra, 1999 yılında, T. Halk Bankası’nın kurmuş olduğu risk sermayesi benzeri bir şirket olan, KOBİ-AŞ’nin henüz yatırımı bulunmamaktadır. Risk sermayesinden faydalanan çok az firmanın da, daha çok, geç finansman aşaması içinde bulunan firmalar olduğu görülmektedir.

Risk sermaye finansmanının gerçek anlamda hayata geçmesi ve yaygınlaşmasının önündeki engeller, arz ve talep boyutuyla ele alınabilir. Arz yönünden en önemli engel makro ekonomik istikrarsızlıkların taşıdığı açmazlarla ilgilidir. Devletin iç borçlanma ihtiyacına bağlı olarak yüksek seyreden faiz oranları ve enflasyonist koşullar, yatırımcıları yıllardır, uzun soluklu yatırımlar yerine kısa dönemde kâr getiren risksiz yatırımlara yönlendirmektedir. Risk sermayesi yatırımları ise “uzun dönemli” yatırımlardır. Diğer yandan iktisat politikalarının sürekli yön değiştirmesi, ekonomik ortamın belirsizliğini artırmaktadır. Oysa risk sermayedarları, “geleceğe” yatırım yapmaktadır. Bu nedenle, işin doğası gereği, potansiyel yatırımlara karar verirken, geleceğe yönelik ayrıntılı bir analiz yapmak ve strateji belirlemek durumundadır. Geleceğin oldukça belirsiz olduğu koşullar ise, kuşkusuz bu durumu güç kılmaktadır.

Bunun yanı sıra risk sermayesi kurumunun talep cephesi, yenilikçi, yaratıcı, risk alan girişimciler gerektirmektedir. Türkiye’de faaliyette bulunan, Okyanus Risk Sermaye Şirketi Genel Müdürü, Andrew Vannegut, “..önemli olan risk sermayesinin varlığı değil, yaratıcı şirketlerin varlığı ve bu şirketlere sağlanan fırsatlardır” demektedir. Ona göre; “iyi fırsatlar risk sermayesi fonlarının devamını sağlayacaktır. Ancak dünyadaki tüm risk sermayesi fonları, fırsat olmayan yerde fırsat yaratmazlar. Dolayısı ile risk sermayesi fonlarının kendi başlarına bir etkisi yoktur”(Activeline, 2000).

Ne var ki, ülkemizde tarihsel ve objektif bir dizi sebep, girişimcilik kültürünün gelişmesini sınırlandıran faktörler olarak varlığını sürdürmektedir. Üretim güçleri ve ilişkilerinin yapısı, girişimciliğe ister istemez “politik” bir nitelik atfeden davranış alışkanlıkları, yeniliklerin önüne engeller koyan, vasatı ödüllendiren zihniyet ve tutumlar bu sebeplerin bir kısmını oluşturmaktadır.

6- İş Meleği Risk Finansmanı ve Türkiye

Kurumsal risk finansmanına bir alternatif olarak gelişen, melek risk finansmanı, Türkiye’nin koşullarına daha uyumlu işleyebilecek finansman yöntemlerinden biridir. Küçük işletmeler, diğer gelişmiş ülkelerle karşılaştırıldığında, yatırım, üretim, yarattığı katma değer kapasitesi açısından gerçek anlamda daha küçüktür. İş melekleri finansmanın işletmenin kuruluş dönemi ve gelişiminin ilk yıllarında yoğunlaşması, her şeyden önce girişimcilik potansiyelinin en yüksek olduğu aşamada bulunan, piyasaya yeni girecek potansiyel işletmelerin finansman ihtiyacını hafifletecek bir yöntemdir. Yeni kurulan şirket sayısı açısından, OECD’nin diğer ülkeleri ile karşılaştırıldığında, Türkiye’nin bu konuda oldukça geride olduğu görülmektedir. OECD ülkelerinde yeni kurulan şirketle-

rin, toplam şirketler içindeki oranı %11-17 dolayında iken, Türkiye’de bu oran, %3,5 ‘dur (TÜSİAD, 2003). Bu açıdan, yeni girişimcileri yüreklendirebilecek, işsizliği hafifletebilecek bu tür alternatif finansman modellerinin hayata geçmesi önem taşımaktadır. Türkiye’de, KOBİ’lerin finansman problemi genellikle malî yardım, parasal teşvik, kredi mekanizmaları içinde ele alınmıştır. Oysa, iyi bir iş kurma fikrine ve gerekli girişimcilik yeteneğine sahip, ancak iş kurma olanağı olmayan girişimcilere finans desteği, piyasanın kendi dinamikleri içinde de ele alınabilir. Bu açıdan, özel yatırımcıların aktör olduğu bu tür modellerin, zihniyet ve davranış alışkanlıklarına da olumlu etki yapacağı düşünülmektedir. Böyle bir modelde devletten; vergi ile ilgili düzenlemeler, eğitim destek hizmetleriyle, kurumsal bir alt yapının sağlanması ve elverişli bir iş ortamı yaratması beklenir.

İş melekleri ve girişimci yeteneği olanlar arasında potansiyel kâr ve fırsatlar yaratabilecek bu finansman modelinin hayata geçirilebilmesi, her şeyden önce böyle bir sistemin varlığının “bilinmesiyle” gerçekleşecektir. KOBİ’lerin sorunlarının çözümünde etkin rol oynayan, KOSGEB, TOBB, TESK, İKV gibi kuruluşlar ve üniversiteler, bu konuyu geniş bir biçimde gündemlerine aldıkları takdirde, bu yolda önemli bir adım atılmış olacaktır.

Bunun yanı sıra, iş melekleri ile potansiyel girişimcileri karşılaştırabilecek ve bilgilendirebilecek iş meleği ağları oldukça önem taşımaktadır. Avrupa’da, Avrupa Komisyonu, söz konusu ağları ve bu ağlara ilişkin fizibilite çalışmalarını önemli ölçüde finanse etmektedir. Türkiye’de, KOSGEB bünyesinde oluşturulan veri tabanı ve bilgi ağı kaynakları ve 1998’den beri faaliyette bulunan KOBİ-NET’in Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Bilgi Ağı, 1995’ten beri sürdürülen; Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Sanayi Bil-

gi Toplama Projesi (KOSBİLTOP) isimli veri tabanı çalışması, kobiline.com gibi girişimcilere yol gösteren, iş fırsatlarını tanıtan ağlar; iş meleği ağlarının oluşturulmasında, başlangıçta elverişli bir ortam sağlayabilir.

Daha önce de belirtildiği gibi melek ağları, tarafları karşılaştırmanın yanı sıra, deneyimlerin paylaşıldığı ve eğitim olanaklarının sağlandığı plâtıformlardır. Örneğin; Fransa'da ulusal iş meleği ağı olan France Angels ve İspanya'da özel yatırımcıların ağı olan Cataloina'nın bünyesinde iş meleği okulları faaliyette bulunmaktadır. Bu okullar, akademisyenlerin yürüttüğü bir program doğrultusunda girişimcilere ve iş meleklerine hizmet etmektedir (EC,2002: s.26).

Diğer yandan melekleri bir araya getiren organizasyonlar, bilgi alışverişini sağlamak ve bu plâtıformlarda, organizasyonların önceden belirlediği girişimciler projelerini aktarma imkânı bulabilmektedir. Meleklerin çoğunlukla iş adamlarından oluşması ve yatırımlarını, part-time izlemek durumunda olmaları, grupları bir araya getiren fon ve organizasyonların önemini artırmaktadır. Bu tür plâtıformlar, genellikle melek yatırımcıların yatırım kararlarında aracılık etmektedir. Türkiye'deki, KOSGEB, TOBB, TESK, ulusal ve yerel sanayi ve ticaret odaları, yerel meslek örgüt ve kuruluşların desteği ile bu tür kâr amacı güden plâtıformlar ve sendikasyon biçiminde fonlar, ulusal veya bölgesel düzeyde oluşturulabilir. Bunun yanı sıra başlangıç finansmanı açığı içinde bulunan yaratıcı teknoloji şirketleri için, ODTÜ- KOSGEB, TÜBİTAK gibi inkübatör hizmeti sunan merkezlerle diyalog, bilgi alışverişi ve işbirliği yapılarak, bu alanda yatırım yapmak isteyen finansörler için bu tür organizasyonlar hayata geçebilir.

Vergi indirimleri, risk sermayesi ve net varlık yatırımlarında doğrudan özendirici

bir etki yaratmaktadır. Vergi teşvikleri, yatırım değeri üzerinden hesaplanan vergi indirimleri ve projenin gerçekleştirilmesinden sonra kârın vergilendirilmesi biçiminde iki aşamada olabilmektedir. Risk sermayedarları ve melek yatırımcılar için projenin gerçekleştirilmesinden sonra uygulanan sermaye kazançları vergisi daha caziptir. Bu durum, erken aşama finansmanında yatırım yapmak isteyen bireysel ve kurumsal yatırımcıları cesaretlendirmektedir. Örneğin, İngiltere'de, erken aşama finansmanına yönelik olarak gerçekleştirilen özel vergi indirimleri ile melek yatırım faaliyetlerinde oldukça önemli bir artış kaydedilmiştir. Türkiye'de iş, istihdam ve geleceğin vergi mükelleflerini yaratacak olan riskli yatırımların bu özellikleri dikkate alınarak, özel vergi düzenlemeleriyle çekici kılınması önem taşımaktadır.

Daha önce belirtildiği gibi, bu tür risk yatırım piyasaları için etkili ve likit sermaye piyasalarının varlığı, hem yatırımcı hem de girişimci açısından oldukça önemli bir unsurdur. Risk sermayesi modelinde, ortaklık bazında yatırım yapılan girişim şirketinin başarılı olması hâlinde yatırımdan çıkışın en yaygın yöntemlerden biri halka açılmadır. Oysa geleneksel borsalardaki çok sayıda kısıtlayıcı koşul KOBİ'lerin bu borsalara açılmasını engellemektedir. Bu nedenle, ABD ve diğer birçok ülkede küçük ve orta ölçekli işletmelerin ihtiyacına göre daha esnek koşulların hayata geçirildiği tezgâh üstü piyasalar, risk sermayesi modelini tamamlayıcı bir işlev görmektedir. Bu aşamada Türkiye'de, 2003 yılında, KOBİ'lerin halka arzlarını kolaylaştırmaya yönelik olarak İkinci Ulusal Pazar ve Yeni Ekonomi Pazarlarının kurulmuş olması, risk sermayesi piyasaları açısından oldukça olumlu bir gelişmedir. Bunun yanı sıra, özellikle Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler Piyasası (KOBİ Borsası), kurulmasına yönelik

olarak başlatılan çalışmalar, bölgesel nitelikteki iş melekleri yatırımlarını hayata geçirecek ortamın alt yapısı için önem taşımaktadır. Çünkü, bu tür riskli bir yatırıma girmeyi düşünen yatırımcının önünü görmesini sağlayacaktır.

Bunlara ilâve olarak yeni bir firmanın kuruluşu ile ilgili idarî işlemlerin basitleştirilmesi ve belirsizliği arttıran yasal ve bürokratik mekanizmaların azaltılması, piyasaya yeni girecek firma açısından önem taşımaktadır.

Tüm bu önlemler süreç içinde, önemli ölçüde Türkiye'nin iç dinamiklerinin de zorlanmasıyla teker teker gündeme gelecektir. Ne var ki, önemli olan iyi bir "fikre" sahip çıkarak, bu fikirden başarılı bir şirket yaratmayı düşünen yatırımcılar ile yaratıcı fikirler ve yeni ürünleri ortaya çıkaran girişimcilerin varlığıdır. Onların sayısının arttığı bir Türkiye'de, risk sermayesi modelleri de süreç içinde kuşkusuz hayata geçecektir.

Kaynaklar:

Activeline (2000): "Yeni Ekonominin İtici Gücü: Risk Sermayesi" sayı 6, Eylül 2001 www.activefinans.com/activeline/sayi6/risksermayesi.html

Avonmore Development (2000): "About Business Angels", www.avonmoredevelopments.com/aboutba.htm

Business/ Consumer (2002): "Looking for Angels and Venture Capitalists", www.tscpa.org/busconsumer/bus/looking.html

Babson College (1997): "Agency Theory Framework", www.babson.edu/entrep/fer/papers96/shane/shane3.htm

Cressy, R.; Olofsson, C. (1995): "European SME Financing: An Overview", Conference, Financing SMEs, NUTEK, Brussels September 1995

Griffin, E. Cynthia (2001): "Send Me an Angel", June 2001 www.entrepreneur.com

European Commission (2000): "The Role of Informel Investors in Financing Innovative Technology", Workshop Luxemburg 30.May.2000

European Commission (2002): "Benchmarking Business Angels", *Final Report*, 4. Nov.2002.

Horvath, Michael (2001): "Overview of Venture Capital and Start-up Financing", *Tuck School of Business*.

Global Entrepreneurship Monitor (2000): "2. Entrepreneurship, the GEM Model and National Economic Growth", *Danish National Executive Report -2000*

Healy Beth (2002): "Angel Investors Spread Their Wings", National Association of Seed and Venture Funds, 25.11.2002 www.boston.com/globe

Mason C.; Harrison R..(2001): "Barriers to Investment in the Informel Venture Capital Sector", Paper, presented at the Babson Entrepreneurship Conference June 2001.

Mason C.; Harrison R. (2002): "Adressing Demand Side Constrains in the Informel Venture Capital Market: The Example of LINC Scotland's Trial Marriage Scheme".

Meginson, L. William (2003): "Towards a Model of Venture Capital?", *Corporate Finance*, South Western Publishing Company 2003

OECD (2003): "Entrepreneurship and Local Economic Development", OECD Publications Service 2003.

Poh Kam, W. (2001): "Development of Angel Investing in Asia : The Role of Private Networks and Universities", *Presentation to the High Level Workshop on: Asia Angel Investors*, July 19, 2001

Prowse, Stephen (2000): "Trends and Prospects in Venture and Angel Inverstments in New Media Companies", Financial Advisory Services Pricewaterhouse Coopers LLP

Reynolds, P.D. (2001): "Global Entrepreneurship Monitor: 2001 Executive Report" www.fba.nus.edu.sg/cet/tvf-paul031201.htm

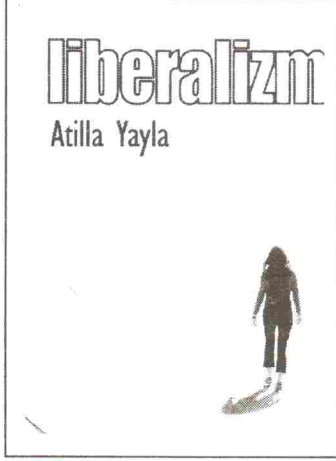
Sahlman, A. William (1990): "Aspects of Financial Agreements in VentureCapital", *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, No.2, October 1990.

The Armchair Economist (1999): "Outside Public Equity," www.armchaireconomist.com.

TESK (2001): "Avrupa Birliği ve Türkiye'de Esnaf – Sanatkar Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler" Ankara, Mayıs 2001.

TUSİAD (2003): "Türkiye'de Girişimcilik Raporu", TS/BAS/03-018, 27 Şubat 2003

Wiltbank, R. ve Sarasvathy, S. (2002): "Selection and Return in Angel Investment", Submitted to the Babson Conference 2002.



Liberalizm, yüzyılımızın son yıllarının en gözde akımı haline gelmiş bulunmaktadır. Birçok insanın belirli fikirleri veya muayyen toplumsal sistemleri adlandırmak için kullandığı "Liberalizm" kavramı ne anlama gelmekte, neyi ifade etmektedir? Sosyal düşünce sözlüğüne ne zaman ve nasıl girmiştir? Hangi sosyal vakıya karşılık olarak kullanılmış ve kullanılmaktadır? Bir tek liberalizm mi vardır, yoksa çok sayıda liberalizm mi mevcuttur? Liberalizmin öğeleri ve özellikleri nelerdir? Atilla Yayla, bütün bu soruların cevaplarını araştırdığı eserinde genellikle konuyla ilgili birincil kaynaklara gitmekte, ikinci - üçüncü elden bilgi ve yorum aktarmak yerine, liberalizmin temellerini, ana yapısını ve çatısını kuran düşünürlerin ve yazarların görüşlerini analitik ve tarihsel bir açıdan işleyerek okuyucuya sunmaktadır.

Bu kitap, Mustafa Erdoğan'ın son yıllarda kaleme aldığı yazılardan bazılarının bir araya getirilmesiyle oluştu. Türkiye'nin gündemini ve sorunlarını özgürlükçü ve demokratik bir bakış açısıyla değerlendiren Erdoğan'ın yazılarının arkasındaki saik, diğer yazılarının çoğunda olduğu gibi, özgür bir "Türkiye" arayışıdır.

Bu yazıların her bir satırında liberal demokrat bir kalemin, Türkiye'nin sorunlarının çözümü ve özgürleşme yolunda atacağı adımlarla ilgili teşhisleri ufuk açıcı bir netlikle gözler önüne seriliyor. Düşünen her bireyin aklının bir köşesini hep işgal eden Türkiye özgürleşebilir mi? sorusuna verilebilecek en iyi cevaplardan biri...



LIBERTE

kitaplığınızda özgürlüğe yer açın...